

# 绪 论

## 1.1 问题的提出

会计稳健性的历史悠久。Basu(1997)认为,会计稳健性对会计实务的影响至少有500年以上的历史, Sterling(1970)则将会计稳健性看作是对会计计价最有影响的会计原则之一。经验证据表明,会计稳健性在世界上的主要国家是一种普遍现象,而且近30年来在美国会计稳健性程度在稳步上升(Basu, 1997; Watts 2003a, b; Ball et al., 2000)。另外,会计稳健性一直以来都不断受到监管者、会计准则制定者和学术界的抨击。FASB认为,稳健性从长期来看是不可取的,因为它会损害会计信息的可靠性和真实性。2008年,美国财务会计准则委员会(FASB)和国际会计准则理事会(IASB)甚至在其征求意见稿《财务报告目标及决策有用财务报告信息的约束及质量特征》中取消了稳健性这一质量特征,只承认相关性和如实表达是最基本的质量特征,可比性、可验证性、及时性和可理解性为增进的质量特征。在这种背景下,会计稳健性为什么会长期存在?

Watts(1993)最早将会计稳健性产生的原因归结为债务契约和报酬契约。随着Basu(1997)之后出现的大量的关于稳健性的实证研究, Watts(2003a)进一步将会计稳健性产生的原因拓展到管制、诉讼和税收,但他仍然指出契约是稳健性的最根本的原因。近年来,国内外的一些实证研究提供了会计稳健性能够保护债权人利益、债务契约是影响会计稳健性的一

个重要因素方面的证据,并通过对公司治理因素与会计稳健性的关系研究中间接得出了会计稳健性的报酬契约治理功能的证据。在管制、诉讼以及税收对会计稳健性的需求方面也已经积累了大量的实证证据。

相对于会计稳健性影响因素方面的研究,会计稳健性的经济后果方面的研究就显得比较缺乏了。Zeff(1978)提出经济后果的概念,认为会计政策的选择会影响公司的价值。会计研究的一个核心问题就是财务会计信息是否能够影响企业真实价值的创造过程,如果能够影响又是怎样影响的。Bushman 和 Smith(2001), Lambert 等(2007)认为财务会计能够通过改善企业的投资决策从而提高企业价值。Bushman 和 Smith(2001)指出财务报告的治理功能能够影响企业投资和价值。财务会计有利于监督经理决策,因而可以改善企业的资源配置。因此,财务报告越是准确,预期的投资效率就越高。而 Lambert 等(2007)则从财务报告质量能够降低资本成本的角度论证了财务会计对投资效率的影响,他认为低的资本成本可以使经理投资原本不能投资的正净现值项目。Biddle 和 Hilary(2006), McNichols 和 Stubben(2008), Biddle 等(2009), Hope 和 Thomas(2008)等少量的实证研究也证明了企业的会计信息和披露质量越高,投资效率越高。会计稳健性是会计信息质量的重要特征,许多学者甚至在研究中直接采用会计稳健性作为会计信息质量的替代变量(Watts, 2003a; Bushman et al., 2005; Ball et al., 2005; 朱茶芬,李志文,2008;黎文靖,2006;陈胜兰,魏明海,2006)。因而,会计稳健性应该对投资效率具有一定的影响。

另外,部分学者支持 FASB 的观点。Hendriksen 和 Breda(1992)认为,会计稳健性会造成对会计数字的扭曲。Watts(2003a)也认为,在企业陷入财务困境时,会计数据应能起到信号作用,但是当对收入确认过度稳健时,会计数据的信号作用却会被扭曲。Penman 和 Zhang(2002)对研发、广告支出和存货会计的稳健性的研究表明,会计稳健性带来了盈余和资产负债质量的下降,而投资者并不能完全理解会计稳健性的这种影响。同时,关于盈余管理的一些经验证据也间接地证明会计稳健性不能被投资者所识别。Tang Vicki Wei(2007)证明向上的盈余管理水平能够提高企业的融资水

平,进而扩大投资。McNichols 和 Stubben(2008)发现财务重述的企业当期进行了大量的过度投资,而在下一期则不存在过度投资。这似乎表明盈余管理对企业融资有利。

中国自 20 世纪 90 年代初以来,已经在 1993 年、1998 年、2001 年和 2006 年进行了四次较大规模的会计制度改革。其中,稳健性原则的应用也逐步加强。2006 年的《会计准则——基本准则》对稳健性原则的应用作了明确的规定:“企业对交易或者事项进行会计确认、计量和报告应当保持应有的谨慎,不应高估资产或者收益、低估负债或者费用”;《存货》《长期股权投资》《固定资产》等具体准则继续强调稳健性,《收入》准则进一步强调稳健性;除此以外,单独列有《资产减值》准则,规定了所有资产都应确认资产减值损失,这一点与国际会计准则的要求一致,但是不同的是,我国在资产减值的具体业务处理中,要求“资产减值损失一经确认,在以后期间不得转回”,这更体现了稳健原则。此外,在 2006 年的新会计准则中,公允价值计量也得到了广泛的应用。会计稳健性经济后果方面的经验证据对于未来会计改革的方向是至关重要的。

目前,国内学者对会计稳健性的研究主要集中在对稳健性需求方面的研究,而且主要是债务契约的需求方面,并得出了比较一致的研究结论(孙铮等,2005;陈旭登和黄登仕,2007;刘运国等,2010),但是对会计稳健性的经济后果的实证研究则比较缺乏。其实,会计稳健性的需求因素与经济后果的经验证据是互补的,如果对于会计稳健性的那些需求是真实有效的,那么会计稳健性应该有带来相应的有利经济后果的经验证据。因此,会计稳健性的存在是否合理还需要提供经济后果方面的经验证据。

## 1.2 研究目的和意义

本书的研究目的在于探讨我国上市公司的会计稳健性对投资效率的影响,以期揭示会计稳健性在我国制度背景下的经济后果,为准则制定机构及上市公司的会计政策选择提供依据。本研究试图回答以下问题:基于我

国的制度背景，我国上市公司的会计稳健性能否抑制自由现金流代理问题所引起的过度投资？另外会计稳健性是否能够缓解融资约束问题带来的投资不足？基于会计稳健性对投资行为的影响，进一步回答企业的潜在的过度投资倾向是否会对会计稳健性提出需求？

本研究的意义在于：第一，通过理论分析和实证检验证明，会计稳健性是影响我国上市公司投资效率的重要因素。由此，论文拓展和丰富了企业投资研究，揭示了会计稳健性与非效率投资的潜在联系，为减少现实中的非效率投资行为、提高上市公司绩效提供参考依据；第二，近年来在会计稳健性的影响因素方面进行了大量的理论及实证研究，而对于会计稳健性的经济后果方面的研究则比较缺乏，也不够深入。会计稳健性的影响因素与经济后果两者的经验证据是相互补充、彼此支持的。由此，论文对会计稳健性经济后果的研究为会计稳健性存在的合理性提供了间接的证据，为相关的制度设计、制度创新提供一定的经验证据。

## 1.3 概念界定

### 1.3.1 投资、企业投资与企业投资效率

对于“投资”一词，从字面理解包括两重含义：一种是把投资作为动词来解释，投资是指为购买金融资产或实物资产的行为；另一种是把投资作为名词来理解，为所投的资本或对象。经济学上的投资是指任何引起个人或组织财富变化的投入产出活动，可以从金融和经济两个方面来理解。金融意义上的投资也称为证券投资，是指将资金投入金融市场上，购买股票、债券、期权或其他金融衍生工具，从而获取期望收益的经济活动；经济意义上的投资则是指将资金投入社会再生产过程中以获取期望收益的经济活动。可见，在经济学家看来，经济学意义上的投资是指实物资产的增加。

对于企业来说，投资的目的是获取预期收益，因此对于企业来说，

只要是能带来经济利润的投资，无论是金融意义上的投资还是经济意义上的投资，企业都可以进行。本书是以非金融企业作为研究对象的，而对于非金融企业来说，占据绝对统治地位的投资还是经济意义上的投资，因此，本书将企业投资定义为：以营利为目的的实物投资行为。此外，在研究企业投资时，投资行为一般被视为投资决策的过程和形式。由于这两个概念的高度重叠和交互，因此本书在使用中不再进行严格的区分。

现有相关文献中较少涉及“投资效率”的定义，已有研究大多采用具体的指标来定义投资效率，如资本的产出弹性（新增单位资本增加的产出值）或投资利润率。本书认为，由于企业是以营利为目的的，因此，企业投资的目标就在于价值最大化。对于企业而言，有效率的投资就是指能够增进企业价值的投资；反之，则是非效率投资。因而，本书对于投资效率的定义是从投资行为是否有效这个角度来界定的。非效率投资的表现形式主要有过度投资和投资不足。

### 1.3.2 过度投资与投资不足

Jensen 和 Meckling(1976)在其研究代理问题的经典文献中首次提出了投资过度(overinvestment)问题，他们认为投资一个负净现值的项目或是用一个负净现值项目替代另一个较低风险的项目就是过度投资。Myers(1977)根据 Jensen 和 Meckling 提出的投资过度概念，将投资不足(underinvestment)定义为放弃对正净现值项目的投资，并认为投资不足在企业存在风险负债的情况下一定会发生。Berkovitch 和 Kim(1990)则指出，只要企业投资一个负净现值的项目就是过度投资。以上投资过度的定义仅是涉及企业在投资项目选择时可能发生的行为，其实在企业放弃项目决策时同样也会有投资过度发生。当项目的清算价值高于项目的未来现金流现值或者项目实际上已经失败时，企业仍然推迟放弃项目，或者不仅不放弃，还进一步增加投入，这也是投资过度。Koll 和 Cohen(2000)认为，由于资金供给者不愿意对一个正净现值的项目提供资金，因而导致企业放弃正的净现值项目，这就是投资不足。Narayanan(1985)，Stein(1989)等提出短期主义，

认为经理出于对职业声誉的关注，会从事一些短期收益较高但净现值较低的项目，却放弃对股东长期有利但短期收益不佳的净现值较高的项目，这也是投资不足。与短期主义相对应，长期主义则是指偏好长期项目投资，而不管其收益如何，这就是过度投资。Bebchuk 和 Stole(1993)分析了在融资约束下，如果经理在短期项目和长期项目选择中，将多余理想资金分配到长期项目，就是过度投资，反之，则是投资不足。

Narayanan(1998)，Heinkel 和 Zechner(1990)等根据投资项目的折现现金流量法来定义投资过度和投资不足，即如果在投资临界点，净现金流量大于投资成本，就是投资不足，反之，就是投资过度。其实，这与按照净现值来定义过度投资和投资不足并无本质上的区别。

综上所述，对于投资过度和投资不足的定义，既有从单个项目角度的定义，又有基于多个项目选择的角度的定义。本书对于投资效率的研究，是基于单个项目而言的，即只要企业投资了一个负的净现值的项目，这就是投资过度，而只要企业放弃投资一个正的净现值的项目，就是投资不足。

### 1.3.3 会计稳健性

会计稳健性是最古老与重要的会计原则之一(Sterling, 1967; Watts, 2003a)。稳健意味着确认和计量收益和资产时应谨慎。稳健性在会计理论和会计实务中占据着重要地位，本书从规范和实证两个视角来界定会计稳健性。

#### 1.3.3.1 规范角度的界定

Bliss(1924)最早对稳健性给出了定义，他将会计稳健性描述为：“不预计任何利润，但预计所有损失”。其中，预计利润意味着在对产生利润的收益拥有可验证的法定要求权之后才可确认。因此，稳健性并不意味着所有收入的现金流在收到后才能确认，而是要求上述现金流能够被验证。Smith 和 Skousen(1987)认为在企业面临不止一种披露方式的选择时，稳健性原则意味着企业应当选择对股东最不利的一种披露方式。这个定义比较

模糊,并且没有考虑会计分期的影响。Wolk 等(1989),Davidson 等(1985),Stickney 和 Weil(1987)则给出了更为具体的定义:稳健性是选择会计原则的一种标准,通过较慢地确认收入、较快地确认费用以及对资产较低地估价和对负债较高地估价,导致最低的累计报告盈余。

除了学术界对稳健性概念的研究,美国财务会计准则委员会(FASB)与国际会计准则委员会(IASC)也分别对稳健性进行了界定。FASB(1980)认为会计稳健性是对经济活动中的不确定性和风险的谨慎反应,因而当面临未来收到或支付的两个同等可能性的估计金额时,选择较不乐观的估计数。IASC(1989)给出了类似的定义,将稳健性定义为“在不确定性条件下进行估计和判断时必要的谨慎,从而使资产和收益不被高估,负债和费用不被低估。”我国2006年会计准则中稳健性的定义与此基本一致。

在一些教科书中对稳健性的定义则更为具体。如Eldon S. Hendrikson(1965)指出,当某些会计事项或经济业务存在不同的会计处理方法和程序时,稳健性原则要求会计人员在选择时尽量选择不会虚增利润和所有者权益的方法和程序,当然必须是在不影响合理选择的前提下。Smith(1987)将稳健性作为一个选择规则,这个规则指导人们在对所选的会计方法心存怀疑的时候,选择对股权投资者最为不利的会计方法。Kieso, Weygandt 和 Warfield(2001)对稳健性的看法与 Smith 相同,他们认为会计稳健性是指“当会计人员存在疑惑时,选择最不可能高估资产或收益的方案”。

综上所述,不确定性是稳健性存在的根源,稳健性就是对不确定性的反应:在各种评估价值中,选择对股权投资者最不利的一个价值。但稳健性并不是蓄意低估资产和收益,或者高估负债和费用。

### 1.3.3.2 实证上的界定

自1968年以后,会计研究方法逐渐由规范研究转向实证研究。会计稳健性的实证研究要求可量化的稳健性定义,于是新的会计稳健性的定义就应运而生。

Feltham 和 Ohlson(1995)提出了资产负债表导向的会计稳健性,他们

认为会计稳健性可以用公式  $\lim_{\pi \rightarrow \infty} \frac{E[B_{\pi+t}]}{E[V_{\pi+t}]}$  来表示, 其中,  $E[B_{\pi+t}]$  表示企业权益在  $\pi+t$  的账面期望值,  $E[V_{\pi+t}]$  表示同一时点权益的市场价值, 公式的含义就是当  $\pi$  趋近于无穷大时, 企业权益的市场价值大于账面价值, 这就是稳健性的体现, 即稳健性就是对企业权益资产(净资产)的持续低估。Beaver 和 Ryan(2005)也从资产负债表的角给出了稳健性的定义: 稳健性是指相对于市场价值, 账面价值对净资产的低估。Givoly 和 Hayn(2000)则给出了利润表导向的会计稳健性的定义: 会计稳健性是能够导致最小的累计报告盈余的会计原则选择标准。

Basu(1997)关于会计稳健性的定义对于实证研究意义重大, 他认为会计稳健性表现为会计人员的一种倾向——对于坏消息(经济损失)及时确认, 对于好消息(经济收益)的确认则要求有足够证据, 即会计人员对于好消息的确认要求更高的可验证性。Ball 和 Shivakumar(2005)认为如果企业确认损失比确认收益更为及时, 那么就会使损失相比收益具有更快的反转速度, 因而在经济损失和经济收益的持续性之间就会存在差异, 因此他们从收益和损失的不同反转速度角度来定义稳健性。

### 1.3.3.3 会计稳健性的分类

目前会计稳健性最主要的分类是根据性质的差异将稳健性分为条件稳健性和非条件稳健性。

在 Basu(1997)以前, 学者们主要关注无条件稳健性, 自 Ball 和 Shivakumar(2005), Beaver 和 Ryan(2005)开始, 会计稳健性被划分为两种类型, 即无条件稳健性和条件稳健性。

无条件稳健性也被称为事前稳健性或者资产负债表稳健性(Giner and Rees, 2001; Pope and Walker, 2002; Richardson and Tinanikar, 2004)、不依赖消息的稳健性(Chandra et al., 2004)等。无条件稳健性是在消息出现之前就采取的稳健措施, 从而使会计信息系统对未来经营环境的变化具有免疫性。换句话说, 无条件稳健性意味着在消息没有出现之前, 企业就减少了资产、增加了负债, 在消息出现之后不再进行调整。无条件稳健性的



典型的会计处理方法包括：历史成本法、对厂房和设备等固定资产的会计折旧高于实际的经济折旧（指加速折旧）、对研发支出的费用化处理等。无条件稳健性使企业的所有者权益市价长期高于账面价值。

条件稳健性也被称为事后稳健、损益表稳健（Richardson and Tinkler, 2004）、依赖消息的稳健（Chandra et al., 2004），是指盈余反映坏消息比好消息更快，即对好消息（经济收益）的确认比对坏消息（经济损失）的确认要求更严格。条件稳健性的会计处理方法包括：对资产计提减值准备、存货计价的成本与市价孰低法。

由此可知，无条件稳健性产生的原因是由于经济环境内在的不确定和风险，造成某些特定的资产和负债难以定价，为了减少损失而预先采取的处理方法，与当期的消息无关；条件稳健性则是为了抵销管理者在不利事件发生时高估会计数字的倾向，直接依赖于本期的各类消息，确认好消息比确认坏消息要求更高的可验证性，因而能够更早地揭示不确定性和风险。

无条件稳健性和条件稳健性可能正相关也可能负相关。从理论上来说，由于资产负债表和利润表之间存在勾稽关系，利润表的收益和费用最终都会反映在资产负债表的所有者权益上。较高的条件稳健性意味着企业确认损失比确认收入更为及时，最终表现为利润表上较低的累计净利润，反映到资产负债表上则是净资产较低，从而无条件稳健性较高。因此，两种稳健性之间表现为正相关关系。

无条件稳健性与条件稳健性也可能负相关。如果企业无条件稳健性程度高，如对资产计提比较多的减值，那么后期确认经济收益和经济损失的快慢的差异就会变小，从而条件稳健性程度低。反之，如果企业无条件稳健性程度低，表现为研发费用资本化、减值准备计提不足等，那么就会导致后期企业在确认经济收益和经济损失的不对称及时性差异加大，即条件稳健性程度高。

Beaver 和 Ryan (2005) 建立模型表明两者之间存在负相关性，而且无条件稳健性领先于条件稳健性。Roychowdhury 和 Watts (2007) 从理论角度分

析两种稳健性之间的关系，同样得出无条件稳健性领先于条件稳健性的结论，并且在短期内两者负相关，但长期来看，两者正相关。

Ball 等(2007)认为，条件稳健性是一个更为严密的概念，因为在其他条件不变的情况下，根据条件稳健性必然可以推导出无条件稳健性，反之则不行。从这个角度来说，对条件稳健性展开研究才有理论和经验上的意义。

本书研究会计稳健性与投资效率的关系，主要涉及条件稳健性的契约功能，但是为了行文的方便，本书仍然称之为会计稳健性。

### 1.3.4 信贷配给与融资约束

对于一个企业来说，外部融资和内部融资是其投资活动资金来源的两个方面。在完美的资本市场上，企业内外融资毫无差异，企业的投资决策仅仅取决于投资机会，而不受融资决策的影响。然而由于现实经济环境中，各种市场摩擦因素的存在，当企业的内部资金无法满足投资需求时，企业就需要向外融资，这时就出现了融资约束的问题，既有成本方面的约束，又有数量方面的约束。现有文献一般将内外融资成本的差异，称为融资约束，而将外部融资数量方面的制约，称为信贷配给。

根据信贷配给的内涵，信贷配给可以从宏观和微观两个方面来定义。宏观上的信贷配给是指在信贷市场上，在确定的利率条件下，贷款需求大于供给。从微观角度来看，信贷配给是指商业银行出于违约风险的考虑，在特定的利率水平下，拒绝一部分贷款资金需求，而并不提高利率以达到市场均衡。具体来说，微观上的信贷配给包括两个方面的含义：①在所有的贷款申请人中，只接受一部分人的贷款申请，而另外的人即使愿意支付高利率也不能获得贷款；②某些贷款人的贷款需求只能部分得到满足（例如，申请 1000 万元贷款只能得到 500 万元）。

在现有相关文献中，融资约束一般有广义和狭义两种含义。从广义的角度来看，融资约束是指由于公司内外融资成本的差异而导致公司投资受到约束。根据这个定义，所有公司在进行外部融资时都会受到融资约束，

这是因为资本市场不完美，内外融资成本的差异永远不可能为零，不同的只是融资约束程度。狭义上的融资约束则是指公司投资需要外部融资时因为外部融资成本较高而无法满足投资所需资金的要求时受到的约束。由此可见，融资约束狭义上的含义已经包括在广义上的含义之中，表示内外融资成本较高的差异，导致公司难以承受而放弃融资，最终会导致投资不足。

由此可见，现有融资约束的概念只包括内外融资成本的差异。本书认为融资约束应当既包括内外融资成本差异所带来的约束，也包括信贷配给（融资量）所带来的约束，因为两者都是公司投资在外部融资时所面临的制约，都会导致公司投资不足。尤其是 Almeida 和 Campello(2002、2004)根据 Hart 和 Moore(1994)的最优契约设计框架建立了信贷配给的投资决定模型，他们发现，实践中公司面临的融资约束并不是来自于成本方面的，而是更多地来自于融资量方面的约束。因此，本书提到某个公司受融资约束较大时，可能是指其内外资金成本差异较大，也可能指其面临较为严重的信贷配给问题。

## 1.4 研究内容与方法

### 1.4.1 研究内容

本书从会计稳健性经济后果的视角研究了会计稳健性对投资效率的影响，全文共分8章，结构安排如图1-1所示。各章主要内容如下：

第1章，绪论。本章主要介绍论文选题背景与研究意义、相关概念的界定、内容安排和研究方法，以及主要学术贡献和创新点。

第2章，会计稳健性与投资效率的相关文献综述。本章按照本书的研究主题对相关文献进行了回顾。首先从两个方面对会计稳健性的相关文献进行综述：会计稳健性的成因、经济后果，然后从三个方面对投资效率的相关文献进行了回顾：非效率投资的成因、治理以及计量方法。在对相关

文献回顾的基础上，本章提出现有研究的局限以及本书的研究方向。

第3章，会计稳健性影响投资效率的制度背景和理论分析。本章首先从我国上市公司的代理问题、国有企业的预算软约束、投资制度及会计制度四个方面对相关制度背景进行了介绍，然后依据投资理论、委托代理理论、信息不对称理论对会计信息与资源配置效率的关系进行了初步理论分析。

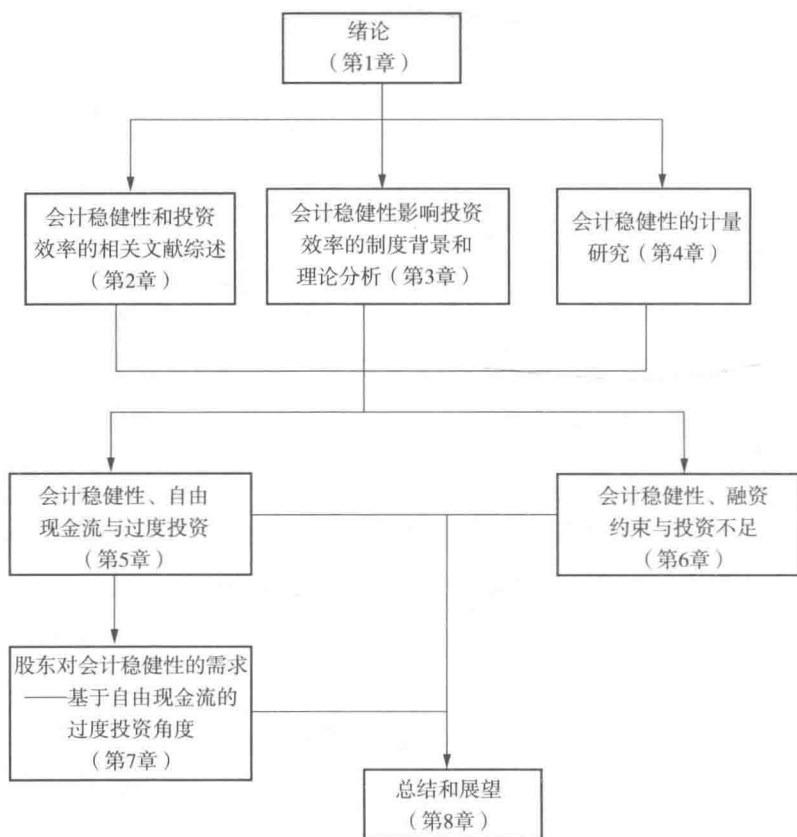


图 1-1 本书研究框架

第4章，会计稳健性的计量研究。本章从公司年度与非公司年度两个角度回顾了会计稳健性计量方法。由于本书将会计稳健性作为自变量，需要使用到公司年度会计稳健性指标，本章对公司年度会计稳健性指标在中

国的适用性进行了检验，以便选择合适的指标。

第5章，会计稳健性、自由现金流与过度投资。本章在对会计稳健性抑制自由现金流的过度投资的机制分析的基础上，利用有关数据实证检验会计稳健性对投资—现金流的敏感度的影响，从而验证会计稳健性是否能抑制我国上市公司的自由现金流的过度投资问题。

第6章，会计稳健性、融资约束与投资不足。本章对会计稳健性缓解信贷市场和权益融资市场的信息不对称问题进行了分析，并据此提出相关研究假设，然后实证检验当企业由于投资而需要面向外部融资时，会计稳健性是否能够促进融资，缓解企业投资不足的问题。

第7章，股东对会计稳健性的需求——基于自由现金流的过度投资角度。本章从需求角度来研究当公司面临自由现金流的过度投资时，是否会主动增加对会计稳健性的需求。

第8章，总结与展望。本章对全文的研究结果进行总结并提出相关的政策建议，最后还指出研究的局限性及未来研究方向。

#### 1.4.2 研究方法

本书采用规范研究与实证研究相结合的研究方法。规范研究主要反映在：首先分析了会计信息对资源配置效率的影响，然后在此基础上分析了会计稳健性的公司治理功能，并深入分析了会计稳健性的信号功能以及会计稳健性的股东—经理契约价值，最后根据前述的理论分析形成了上市公司会计稳健性与投资—现金流敏感度(投资效率)以及自由现金流与会计稳健性关系的理论假设。实证研究包括：采用回归分析法，以 stata 统计软件作为分析工具，参照相关文献构建回归模型，分组检验会计稳健性对投资—现金流敏感度的影响，分别得出会计稳健性对自由现金流的过度投资与融资约束引起的投资不足的影响，并通过会计稳健性与自由现金流的回归，检验上市公司在面临过度投资时是否会增加对会计稳健性的需求。各项实证研究均按照提出假设—研究设计—实证分析的步骤展开。

## 1.5 创新之处

本研究可能的创新之处在于以下三个方面：

(1) 从自由现金流的过度投资及融资约束导致的投资不足两个角度分析了会计稳健性对投资效率的影响机理，并结合我国的制度背景进行了实证检验。

近年来国内外学者开始积极关注会计稳健性的经济后果，并对会计稳健性与投资效率之间的关系进行了理论探讨和实证研究。国内外文献对于会计稳健性与非效率投资的经验检验往往是直接用 Richardson (2006) 的预期投资模型计算出具体的非效率投资程度(模型残差大于零，为过度投资；模型残差小于零，为投资不足；残差越大，非效率投资程度越高)，然后用公司年度的会计稳健性指标与上述非效率投资程度建立回归模型，从而证明会计稳健性对过度投资与投资不足的影响。采用这种检验方法可能存在以下问题：1) 根据本书对投资过度与投资不足概念的界定，投资过度与投资不足可以同时存在(窦炜和刘星，2009)，此时仅仅从投资数量的角度来判断企业是投资过度还是投资不足，可能不够准确；2) 理论上会计稳健性并不仅仅是通过公司治理功能或者缓解融资约束而对过度投资或者投资不足产生影响，会计稳健性还可能通过别的渠道影响投资效率。例如，会计稳健性还可能通过扭曲经理投资动机而导致投资不足，Leuz (2001)，Guay 和 Vierrecchia (2006) 认为不及时确认收益能够对经理产生反向的激励，使经理放弃对正净现值项目的投资。Watta (2003) 也认为经理是有限任期的，如果收益不能及时反映，经理可能会放弃短期收益为负而净现值为正的项目。因此，会计稳健性与投资不足的关系不能仅仅从会计稳健性对融资约束影响的角度来解释，同样地，理论上会计稳健性在不存在代理问题的情形下也能够抑制过度投资，Smith (2007) 在理论上分析了在无代理问题的情况下，会计稳健性能够降低经理选择差项目(净现值为负的项目)的概率。因此，会计稳健性与过度投资的关系不能仅仅解释为会计稳健性对自由现金流代理问题的治理功能。由于本书只是探讨会计稳健性对自由现

现金流量的过度投资的抑制作用以及对融资约束引起的投资不足的缓解作用,因此必须要把会计稳健性对投资效率的几种影响区别开来。

本书采用投资—现金流敏感度来衡量非效率投资,通过合理地分组以及构造会计稳健性与现金流量的交叉变量,从而可以得出会计稳健性对自由现金流的过度投资的影响以及对融资约束导致的投资不足的影响。

(2) 分析了会计稳健性缓解融资约束的机理,尤其是会计稳健性在信贷市场的信号作用,并考虑了资金供应者对会计稳健性的识别因素,对我国上市公司会计稳健性与融资约束导致的投资不足两者的关系做出了合理的假设,并进行了实证检验。

国内外现有文献在研究会计稳健性与投资不足的关系时,往往认为会计稳健性能够保护债权人的利益,所以债权人会关注企业的会计稳健性,并会给会计稳健性高的企业以较低的利率,从而通过缓解融资约束有效地减轻投资不足。这种分析思路仍然是从事后的角度来分析的,在信贷市场上会计稳健性究竟如何发挥作用还缺乏理论支撑。本书根据 Wang 等(2009)的理论模型,论证了在信贷市场上风险低的企业会选择高的会计稳健性,而风险高的企业选择低的会计稳健性,从而债权人可以通过会计稳健性的差别来甄别不同风险的企业,这表明会计稳健性在信贷市场上具有信号显示作用,能够缓解逆向选择的不利影响。

但是会计稳健性是否能够真正缓解企业的融资约束问题,还有赖于债权人或者潜在的股东能否识别会计稳健性。本书在考虑了外部资金供应者对会计稳健性的识别这一因素之后,对于会计稳健性与融资约束导致的投资不足的关系做出了两个相互竞争的假设,实证结论表明我国上市公司的会计稳健性加重了企业的投资不足,对其原因的探寻则表明会计稳健性对融资有阻碍作用,这表明外部资金供给者不能识别稳健性,从而使稳健性无法发挥信号显示功能,不能缓解因融资约束引起的投资不足。本书在分析了会计稳健性与投资不足的关系之后,进一步检验了产权性质对会计稳健性与投资不足关系的影响,结果发现,政府控股能够显著降低会计稳健性对投资不足的不利影响,这可能是由于国有企业与国有商业银行之间并

没有形成真正市场化意义上的债权债务关系，因此国有商业银行在贷款时并不关注国有控股企业的会计稳健性。

(3) 以自由现金流量代表股东与经理之间的代理冲突，通过对会计稳健性与自由现金流量建立回归模型(将会计稳健性作为因变量，自由现金流量作为自变量)，直接检验了会计稳健性的股东 - 经理契约需求价值，并得出了有意义的结论。

会计稳健性的契约价值在理论上已经深入人心，而且股东(管理层)与债权人之间的契约对稳健性的需求也已经获得了丰富的经验证据，但是股东和管理层之间的契约对稳健性的需求方面却很少有直接的经验证据。现有的证据主要来自于股权结构与会计稳健性之间的关系，一般的逻辑是股权越分散，股东与经理间的代理冲突可能更大，对会计稳健性的需求越强；股权集中时，股东与经理间的代理冲突转为内部大股东与外部股东之间的利益冲突，这时大股东为了自身的利益会减少对稳健性的需求。因此，通过检验股权结构变量(包括股权集中度与股东性质)与会计稳健性的关系，可以间接证明会计稳健性在股东 - 经理契约中的作用。根据自由现金流的本质，本书用自由现金流衡量股东 - 经理间的代理冲突，从而获得了股东 - 经理契约对会计稳健性需求的直接证据，补充了会计稳健性的契约需求方面的经验证据。





# 会计稳健性与投资效率的 相关文献综述

## 2.1 会计稳健性研究综述

根据杨华军(2007)对会计稳健性研究的评述,目前关于会计稳健性的研究内容主要是:会计稳健性的成因、会计稳健性的度量方法以及会计稳健性的经济后果。本书结合杨华军的研究框架,在本章对会计稳健性的成因和经济后果的研究进行回顾,而将稳健性的度量方法放在第4章进行回顾和进一步的分析。

### 2.1.1 会计稳健性的成因

Watts(2003a)对 Basu(1997)之后出现的大量实证证据进行归纳,将稳健性产生的原因归结于契约、股东诉讼、税收和管制四个方面,并指出稳健性最早来源于契约的需求。而且,尽管文献中的契约解释强调企业各参与方的正式的契约(如债务契约和管理薪酬契约),但其实会计稳健性的契约解释可以扩展到其他如管理会计和控制系统这样的非正式契约中。鉴于我国的法律诉讼风险很低,而且会计与税收相分离,因此我国在会计稳健性动因方面的研究主要集中于契约和管制方面。

#### 2.1.1.1 契约解释

由于会计稳健性对于经济收益和经济损失确认的非对称及时性和可验证性,从而可以缓解企业利益相关者之间的信息不对称,降低代理成本,